INDONESIAN TREASURY REVIEW
JURNAL PERBENDAHARAAN, KEUANGAN NEGARA DAN KEBIJAKAN PUBLIK

EFEKTIVITAS PENERBITAN SUKUK NEGARA SEBAGAI INSTRUMEN PEMBIAYAAN APBN

Eri Hariyanto
Direktorat Pembiayaan Syariah DJPPR

Alamat Korespondensi: eri_hariyanto@kemenkeu.go.id

INFORMASI ARTIKEL

Diterima Pertama
21 November 2016

Dinyatakan Diterima
15 Maret 2017

KATA KUNCI:
Sukuk Negara/ SBSN, Effectiveness, Budget Financing, Project Financing.

KLASIFIKASI JEL:
E42, H27.

ABSTRAK

Sukuk Negara has become a part of budget financing instruments since 2008. After implementation of this financing instrument for eight years, the total issuance of Sukuk Negara was Rp565 trilion as of November 2016. With the increase of Sukuk Negara issuance, it is necessary to evaluate whether this issuance policy has been implemented accordance with the purpose of issuance as mandated by the law of Islamic Bonds (SBSN), and what will be the impact of Sukuk Negara issuance to the Indonesian economy. This research uses a descriptive qualitative methodology. The research revealed that the issuance of SBSN was in accordance with its purpose, which were to finance the budget deficit and to finance the development of government projects. Also, Sukuk Negara provides a wide range of positive impact on the Indonesia economy, namely: to the development of the Islamic financial industry, to support the governance of State Asset management, to expand the portion of infrastructure financing, and finally, to give an option of investment instrument alternatives.

Sukuk Negara telah menjadi bagian dari instrumen pembiayaan anggaran sejak tahun 2008. Setelah implementasi kebijakan ini berjalan delapan tahun, jumlah penerbitan Sukuk Negara telah mencapai Rp565 triliun pada bulan November 2016. Dengan terus berkembangnya jumlah penerbitan, kiranya perlu dilakukan suatu evaluasi apakah kebijakan ini telah dilaksanakan sesuai dengan tujuan dari penerbitan sebagaimana diamanahkan dalam UU Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dan apa dampak penerbitan terhadap perekonomian Indonesia. Karya tulis ini menggunakan metodologi peneltian kualitatif deskriptif. Melalui kajian dalam karya tulis ini, diketahui bahwa penerbitan SBSN telah sesuai dengan tujuan dari penerbitan SBSN yaitu untuk membiayai defisit APBN dan membiayai pembangunan proyek-proyek Pemerintah. Penerbitan Sukuk Negara juga memberikan berbagai dampak posistif dalam perekonomian Indonesia, diantaranya: penerbitan Sukuk Negara bermanfaat bagi pengembangan keuangan syariah, mendorong tertib pengelolaan Barang Milik Negara, meningkatkan porsi pembiayaan infrastruktur, dan menambah alternatif instrumen investasi.

Indonesian Treasury Review Vol.2 No.1, 2017, Hal. 79-98

1. PENDAHULUAN

Apabila memperhatikan struktur keuangan negara sejak awal kemerdekaan hingga saat ini, pemerintah selalu menerapkan kebijakan anggaran defisit baik defisit siklikal yang disebabkan melambatnya perekonomian atau defisit struktural karena keinginan pemerintah untuk mendorong pertumbuhan ekonomi. Demikian halnya ketika era Orde Baru yang menerapkan anggaran berimbang, namun sebenarnya strategi anggaran yang diterapkan adalah anggaran defisit. Reksohadiprodjo (2001) menyebutkan bahwa anggaran berimbang (*balanced budget*) di era Orde Baru hanyalah pernyataan politik.[1] Kenyataannya anggaran yang dilaksanakan oleh pemerintah pada hakikatnya menganut asas pembiayaan defisit (*deficit financing*). Pembiayaan defisit tersebut didanai dengan pinjaman pemerintah, baik jangka panjang maupun jangka pendek, dari dalam maupun dari luar negeri.

Kebijakan defisit anggaran pada umumnya berkorelasi dengan strategi pembangunan ekonomi dengan memperhatikan kondisi keuangan negara secara umum. Dalam satu dekade terakhir, pemerintah menerapkan kebijakan anggaran ekspansif untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Implementasi kebijakan ini dilakukan karena pemerintah memandang bahwa pertumbuhan ekonomi aktual lebih rendah dari potensi yang diperkirakan. Hal ini sesuai dengan prinsip penentuan arah kebijakan fiskal yang idealnya bersifat *countercyclical.* Ketika pertumbuhan ekonomi aktual di bawah pertumbuhan ekonomi potensial, kebijakan yang ditempuh adalah kebijakan anggaran ekspansif. Sebaliknya apabila pertumbuhan ekonomi aktual lebih tinggi dari potensialnya, kebijakan anggaran yang ditempuh adalah anggaran kontraktif. Dalam kebijakan anggaran ekspansif, pemerintah membuat pos belanja negara lebih besar dari pendapatan negara sehingga hal ini lebih dikenal dengan kebijakan anggaran defisit. Konsekuensi kebijakan ini akan menambah jumlah uang beredar menjadi lebih banyak bila dibandingkan dengan jumlah uang yang ditarik oleh pemerintah. Likuiditas ekonomi dalam masyarakat akan meningkat dan berdampak pada peningkatan *demand and supply* terhadap barang dan jasa yang diikuti dengan dampak lainnya, seperti penambahan lapangan kerja dan penurunan jumlah pengangguran.

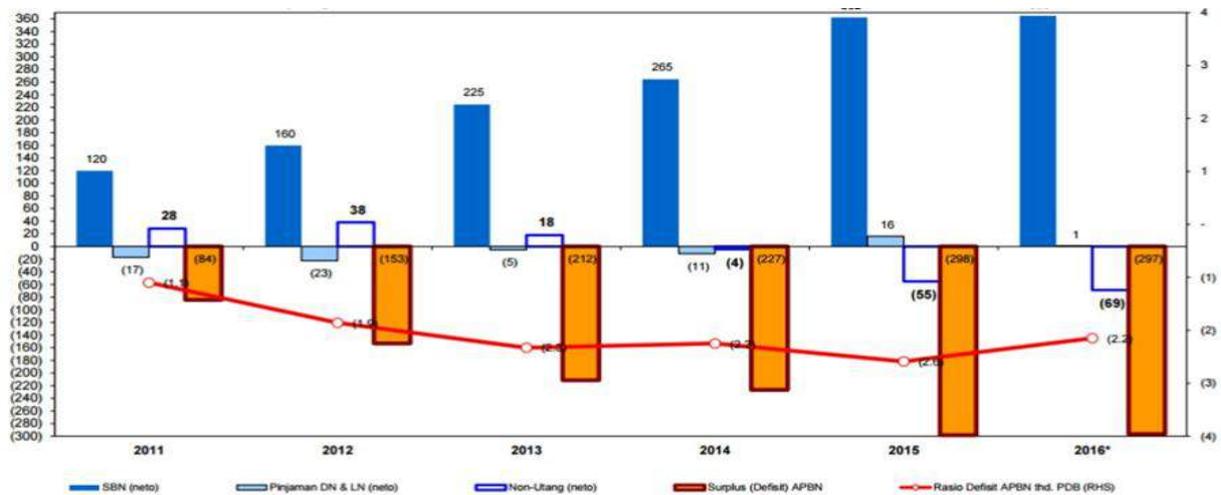
Penerapan anggaran defisit juga berdampak terhadap kebutuhan pemerintah dalam penyediaan dana untuk membiayai selisih pendapatan dan belanja negara. Sepanjang sejarah Indonesia, pemerintah telah menggunakan berbagai instrumen dalam membiayai defisit anggaran, seperti pencetakan uang, pinjaman langsung (*direct loan*) dan penerbitan Surat Berharga Negara (SBN). Pembiayaan defisit melalui pencetakan uang pernah dilakukan pada era orde lama. Namun kebijakan ini sudah tidak dijalankan lagi karena memberikan dampak buruk terhadap perekonomian, terutama peningkatan inflasi yang disebabkan bertambahnya jumlah uang beredar yang tidak diimbangi dengan penambahan *supply* barang dan jasa.

Pada era orde baru, pemerintah lebih banyak menggunakan pinjaman langsung kepada negara atau lembaga donor dari luar negeri sebagai instrumen pembiayaan anggaran. Kebijakan ini juga mempunyai risiko yang cukup tinggi seperti risiko nilai tukar mata uang (kurs) yang dapat menyebabkan jumlah utang pemerintah meningkat secara drastis ketika nilai Rupiah turun terhadap mata uang yang digunakan dalam transaksi utang luar negeri. Krisis ekonomi tahun 1997-1998 menjadi pelajaran berharga dalam pengelolaan utang pemerintah. Depresiasi Rupiah terhadap USD telah menyebabkan peningkatan nilai utang yang cukup tajam. Selain itu, pinjaman luar negeri dari negara/ lembaga donor sering diikuti dengan persyaratan lain yang mengikat, sehingga kurang memberikan fleksibilitas bagi pemerintah dalam menggunakan dana pinjaman dan mengarahkannya agar dapat berdampak positif terhadap perekonomian dalam negeri.

Sejak tahun 2000, pemerintah lebih memprioritaskan sumber pembiayaan dalam negeri melalui penerbitan SBN. Penerbitan SBN memberikan kemudahan bagi pemerintah dalam memobilisasi dana masyarakat dan mengarahkan penggunaannya agar lebih bermanfaat bagi perekonomian dalam negeri. Pemerintah tetap menggunakan sumber pembiayaan luar negeri baik melalui penerbitan SBN dalam valuta asing maupun *direct loan* sebagai komplemen pembiayaan dalam negeri. Jumlah nilai penerbitan SBN, pinjaman langsung dan instrumen pembiayaan lainnya periode 2011-2016 disajikan dalam Gambar 1.

[1] S. Reksohadiprodjo, *Ekonomika Publik,* (Yogyakarta: BPFE, 2001).

Indonesian Treasury Review Vol.2 No.1, 2017, Hal. 79-98

Gambar 1
Rasio Defisit APBN dan Instrumen Pembiayaan

Sumber: Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, 2016

Dengan semakin besarnya kebutuhan pembiayaan defisit anggaran, Pemerintah perlu mengembangkan instrumen pembiayaannya. Hal ini dilakukan dengan mengembangkan basis sumber pembiayaan terutama bagi SBN yang merupakan instrumen keuangan di pasar modal. Perkembangan sumber pembiayaan diharapkan dapat menghindarkan terjadinya *crowding out* yaitu fenomena kekeringan likuiditas di pasar modal yang disebabkan Pemerintah terlalu agresif dalam menerbitkan utang baru sehingga sektor swasta kesulitan untuk memperoleh likuiditas. Pengembangan instrumen pembiayaan ini juga dilakukan agar terjadi penyebaran jenis investor dengan preferensi tenor yang berbeda. Kondisi ini, terutama untuk SBN, dapat mengurangi terjadinya risiko pasar (*market risk*) ketika pasar keuangan mengalami guncangan. Investor yang beragam dan preferensi tenor yang berbeda akan menjadi *buffer* ketika pasar surat berharga mengalami penurunan sehingga stabilitas harga surat berharga dapat terjaga.

Pemerintah melakukan inovasi pengembangan instrumen pembiayaan dengan menciptakan instrumen pembiayaan berbasis syariah melalui penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara. Inovasi ini juga sebagai respon terhadap perkembangan industri keuangan syariah di dalam negeri maupun internasional. Perkembangan industri keuangan syariah membutuhkan instrumen investasi yang sesuai dengan prinsip syariah sebagai sarana untuk mengembangkan aset keuangan yang dimiliki. Penyediaan instrumen keuangan syariah oleh Pemerintah dapat menjadi pilihan utama bagi para pelaku industri keuangan syariah karena *goverment securities* adalah instrumen investasi dengan risiko minimal (*zero risk*).

Sejak ditetapkan Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara, Pemerintah mulai menggunakan Sukuk Negara sebagai salah satu instrumen pembiayaan APBN. Penerbitan Sukuk Negara perdana dilakukan pemerintah pada bulan Agustus 2008 dengan nilai total penerbitan sebesar Rp4,8 triliun. Jumlah penerbitan Sukuk Negara dari tahun ke tahun semakin meningkat seiring dengan pertumbuhan nominal APBN. Pada tahun 2016 Sukuk Negara yang diterbitkan mencapai Rp179,9 triliun. Total kumulatif penerbitan Sukuk Negara sampai dengan 1 November 2016 sebesar Rp565,4 triliun. Prosentase Sukuk Negara sebagai intrumen pembiayaan APBN mencapai 15% dari total penerbitan SBN.

Berdasarkan Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara, tujuan penerbitan Sukuk Negara adalah untuk membiayai defisit APBN termasuk membiayai pembangunan proyek Pemerintah. Namun demikian, kiranya perlu ada suatu penelitian untuk mengetahui efektivitas penerbitan Sukuk Negara yang telah dilakukan. Menurut Dunn (2003), efektivitas (*efectiveness*) berkenaan dengan pertanyaan apakah suatu alternatif yang diterapkan telah mencapai hasil (akibat) yang diinginkan atau telah mencapai tujuan dari diadakannya suatu tindakan.[2] Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui efektifitas penerbitan Sukuk Negara sebagai intrumen pembiayaan APBN sebagaimana yang diamanatkan dalam Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008.

2. KERANGKA TEORI

2.1. Defisit Anggaran

Pemerintah menerapkan defisit di dalam struktur anggaran di mana belanja negara lebih besar dari pada pendapatan negara. Menurut Rahardja dan Manurung (2004), defisit anggaran adalah anggaran dimana pengeluaran pemerintah direncanakan lebih besar dari penerimaan pemerintah (G>T).[3] Anggaran defisit ini biasanya ditempuh bila pemerintah ingin menstimulasi pertumbuhan ekonomi. Hal ini umumnya dilakukan bila perekonomian berada dalam kondisi resesi. Menurut Samuelson dan Nordhaus, anggaran defisit adalah suatu anggaran di mana pengeluaran anggaran lebih besar dari penerimaan pajak.[4] Sedangkan menurut Dornbusch, Fischer dan Startz, defisit anggaran adalah selisih antara jumlah uang yang dibelanjakan pemerintah dan penerimaan dari pajak.

Menurut Barro (1989) dalam Anwar (2014) ada beberapa sebab terjadinya defisit anggaran, yaitu:[5]

1). Mempercepat pertumbuhan ekonomi
Untuk mempercepat pembangunan diperlukan investasi yang besar dan dana yang besar pula. Apabila dana dalam negeri tidak mencukupi, negara dapat menarik pinjaman luar negeri untuk mengurangi beban warga negara apabila defisit dibiayai dengan peningkatan pajak.

2). Pemerataan pendapatan masyarakat
Pengeluaran anggaran dilakukan dalam rangka menciptakan pemerataan pembangunan di seluruh wilayah. Seperti pengeluaran subsidi transportasi ke wilayah miskin dan terpencil yang bertujuan agar masyarakat di wilayah itu dapat menikmati hasil pembangunan yang tidak jauh berbeda dengan wilayah yang lebih maju.

3). Melemahnya nilai tukar
Negara yang melakukan penarikan pinjaman luar negeri akan mengalami permasalahan akibat gejolak nilai tukar. Hal ini disebabkan karena nilai pinjaman dan pembayaran kembali cicilan pokok dan bunga pinjaman pada umumnya dinyatakan dalam valuta asing. Apabila Rupiah mengalami depresiasi terhadap mata uang dollar AS, pembayaran cicilan pokok dan bunga pinjaman akan membengkak dan membebani APBN.

4). Pengeluaran akibat krisis ekonomi
Krisis ekonomi dapat menyebabkan peningkatan pengaangguran. Sementara itu, penerimaan perpajakan cenderung menurun. Pada kondisi ini negara tetap bertanggung jawab untuk meningkatkan daya beli masyarakat miskin melalui pengeluaran belanja untuk melaksanakan program-program kemiskinan dan pemberdayaan masyarakat.

---

[2] William N. Dunn, *Analisis Kebijakan Publik*, Edisi Kedua, (Yogyakarta: Gadjah Mada University Press, 2003).

[3] Pratama Rahardja dan Mandala Manurung, *Uang, Perbankan, dan Ekonomi Moneter (Kajian Kontekstual Indonesia),* (Jakarta: Lembaga Penerbit FEUI, 2004).

[4] P.A. Samuelson & W.D. Nordhaus, *Makroekonomi,* Terj. Munandar Wirasubrata dan Wydiatmoko, Edisi ke 14, (Jakarta: Erlangga, 1996).

[5] Khoirul Anwar, Analisis Dampak Defisit Anggaran Terhadap Ekonomi Makro di Indonesia. *Jurnal Jejaring Administrasi Publik,* Tahun VI, No. 2, Juli-Desember 2014.

5). Realisasi yang menyimpang dari rencana
Apabila realisasi penerimaan negara meleset dibanding dengan yang direncanakan, beberapa kegiatan proyek atau program harus dipotong. Pemotongan proyek itu tidak mudah karena terkadang berhubungan dengan proyek lain. Jika demikian, negara harus mencari sumber pendanaan lain agar kinerja pembangunan dapat tercapai sesuai rencana semula.

6). Pengeluaran karena inflasi
Penyusunan anggaran negara pada awal tahun dilakukan berdasarkan standar harga yang telah ditetapkan. Apabila terjadi inflasi atau kenaikan harga barang dan jasa, biaya pembangunan program menjadi lebih besar dari anggaran yang telah ditetapkan. Untuk mencegah penurunan kualitas dan kuantitas suatu program, negara harus mengeluarkan dana lebih banyak.

Undang-Undang Nomor 17 tahun 2003 tentang Keuangan Negara pasal 12 ayat (3) menyebutkan bahwa dalam hal anggaran diperkirakan defisit, ditetapkan sumber-sumber pembiayaan untuk menutup defisit tersebut. Defisit anggaran dibatasi maksimal 3% dari Produk Domestik Bruto (PDB) dan jumlah pinjaman dibatasi maksimal 60% dari PDB.

2.2. Instrumen Pembiayaan Defisit Anggaran

Dornbusch, Fischer, dan Startz dalam Efendi (2009) menyebutkan bahwa pembiayaan defisit anggaran dapat dilakukan dengan dua cara yaitu dengan menjual obligasi dan “mencetak uang”. Bank Sentral dikatakan “mencetak uang” dengan meningkatkan stok uang primer melalui pembelian sebagian utang yang dijual Departemen Keuangan. Suparmoko (1997:244) menyebutkan bahwa defisit anggaran dapat dibiayai dengan penerbitan obligasi yang dijual kepada beberapa pihak seperti para individu masyarakat, sektor perusahaan (swasta), bank umum, dan bank sentral (Bank Indonesia).[6]

Seiring dengan perkembangan keuangan negara dan kebutuhan pembiayaan defisit anggaran, Pemerintah terus mengembangkan instrumen untuk pembiayaan. Sesuai Undang-Undang nomor 14 tahun 2015 tentang Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara tahun 2016 (UU APBN 2016) menyebutkan bahwa sumber pembiayaan defisit anggaran adalah Pembiayaan Dalam Negeri dan Pembiayaan Luar Negeri, sebagaimana disajikan dalam Gambar 2.

Gambar 2
Instrumen Pembiayaan APBN

Sumber: UU Nomor 14 Tahun 2015

Berdasarkan UU APBN Tahun 2016 diketahui jumlah defisit anggaran Tahun 2016 senilai Rp273,18 triliun atau setara dengan 2,15% PDB. Defisit tersebut dibiayai dengan penerbitan SBN senilai Rp327,22 triliun. Jumlah nominal penerbitan SBN lebih besar dari jumlah defisit anggaran. Kelebihan nominal penerbitan SBN dimanfaatkan untuk penempatan Dana Investasi Pemerintah pada BUMN.

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko terus menerus mengembangkan instrumen SBN dengan tujuan untuk mengembangkan pasar SBN yang aktif dan likuid. Kondisi pasar SBN yang berkembang dengan baik dapat meningkatkan efisiensi pengelolaan utang jangka panjang oleh pemerintah. SBN terdiri dari Surat Utang Negara dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara. Pengembangan kedua jenis SBN tersebut terus dilakukan oleh pemerintah untuk memenuhi preferensi investor dan pengelolaan portofolio utang pemerintah.

2.3. Sukuk dan Perkembangannya

Sukuk telah dipergunakan sebagai instrumen keuangan dalam perdagangan domestik maupun internasional oleh para pedagang muslim sejak awal perkembangan Islam (abad 6 Masehi). Istilah sukuk menjadi populer pada awal abad 21 ketika banyak digunakan oleh pemerintah dan korporasi dalam memobilisasi dana pembiayaan proyek dalam skala internasional.

Secara etimologi, sukuk berasal dari bahasa Arab yang merupakan bentuk jamak (plural) dari kata Sakk “صَكّ” yang memiliki arti

---

[6] M. Suparmoko, *Keuangan Negara dalam Teori dan Praktik*, (Yogyakarta: BPFE, 1997).

dokumen/ lembaran kontrak yang serupa dengan sertifikat atau note. Secara praktis, sukuk merupakan bukti (*claim*) kepemilikan terhadap aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk (*underlying asset*) (Ayub, 2005).[7]

Istilah sukuk dapat ditemukan dalam literatur Islam klasik pada abad permulaan Islam (awal abad hijriah/abad 6 Masehi) dengan berbagai variasi penyebutan nama, seperti sakk, sukuk, dan sakaik. Istilah tersebut memiliki arti sebagai sertifikat atau dokumen. Dalam kitab Al-Muwaththa' karya Imam Malik disebutkan bahwa sukuk telah dipergunakan sejak abad pertama Hijriah pada masa pemerintahan Khalifah Al-Marwan ibn Al-Hakam dari dinasti Bani Umayah (DPS, 2015).

Namun demikian, konsep sukuk pada abad pertengahan berbeda dengan penggunaan sukuk pada abad ke-20. Saat ini, struktur sukuk mendekati konsep sekuritas konvensional, dimana proses pemilikan *underlying asset* ditransfer kepada sejumlah investor melalui sertifikat yang menunjukkan proporsi nilai atas asset (Nathif & Abdulkader, 2004). Di dunia internasional, aturan standar penerbitan sukuk mengacu pada *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Finance and Institution* (AAOIFI). Dalam aturan standar tersebut, sukuk didefinisikan sebagai sukuk investasi (*investment sukuk*) agar terbedakan dengan saham dan obligasi. Berdasarkan standar AAOIFI, sukuk investasi didefinisikan sebagai sertifikat yang mencerminkan nilai yang sama dan merupakan bukti kepemilikan yang tidak terbagi atas suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa atau atas kepemilikan suatu proyek atau kegiatan investasi tertentu (AAOIFI, 2002).

Sukuk investasi (*investment sukuk*) memiliki beberapa karakteristik sebagai berikut (AAOIFI, 2002):

a. Sukuk mencerminkan bagian yang sama (*equal value*) yang diterbitkan atas nama pemilik aset. Pemegang sukuk merupakan pemilik hak finansial dan kewajiban yang direpresentasikan dalam sukuk tersebut.
b. Sukuk merepresentasikan porsi/ bagian kepemilikan terhadap suatu aset yang tersedia/ dibuat dalam rangka investasi (*underlying asset*), baik berupa aset non-moneter, *usufruct*, jasa, maupun campuran dari beberapa jenis aset tersebut ditambah *intangible rights*, utang dan aset moneter. Dengan demikian, sukuk tidak mencerminkan utang, sebagaimana halnya obligasi konvensional, melainkan mencerminkan kepemilikan (*ownership*) terhadap aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk.
c. Sukuk diterbitkan berdasarkan akad/ prinsip-prinsip syariah. AAOIFI telah mengklasifikasikan 14 akad dasar yang dapat digunakan dalam rangka penerbitan sukuk.
d. Perdagangan (*tradability*) sukuk mengacu pada aturan/ prinsip syariah yang mengatur penerbitan dan perdagangan sukuk tersebut. Selain itu, perdagangan sukuk juga bergantung pada syarat/ ketentuan dalam perdagangan sukuk tersebut.
e. Pemilik sukuk mendapatkan imbalan dan menerima kerugian sesuai dengan proporsi sertifikat yang dimiliki oleh pemegang sukuk sebagaimana yang ditetapkan dalam *prospektus*. Berbeda dengan obligasi yang berlandaskan bunga (*usury/ interest*), imbalan yang diterima pemegang sukuk dapat berupa bagi hasil (*profit sharing*), imbalan (*fee*), atau margin (keuntungan).

Seiring terjadinya perdagangan antara kaum muslimin dengan bangsa-bangsa Eropa terutama pada abad 18 Masehi, sukuk mulai dipergunakan secara luas sebagai instrumen pembayaran dalam perdagangan. Sukuk juga berlaku sebagai bukti atas kewajiban keuangan atas transaksi perdagangan atau kegiatan komersial lainnya.

Sukuk mulai digunakan sebagai instrumen pembiayaan pada masa Kekhalifahan Turki Utsmani tahun 1775. Pemerintahan Turki Utsmani menerbitkan *esham* untuk membiayai defisit negara setelah mengalami kekalahan perang dengan Rusia. Penerbitan sukuk tersebut melalui proses sekuritisasi bea cukai tembakau. Investor akan menerima *variable return* seumur hidup namun pemerintah Turki Utsmani memiliki hak untuk membeli kembali *esham* sesuai diskresi pemerintah.

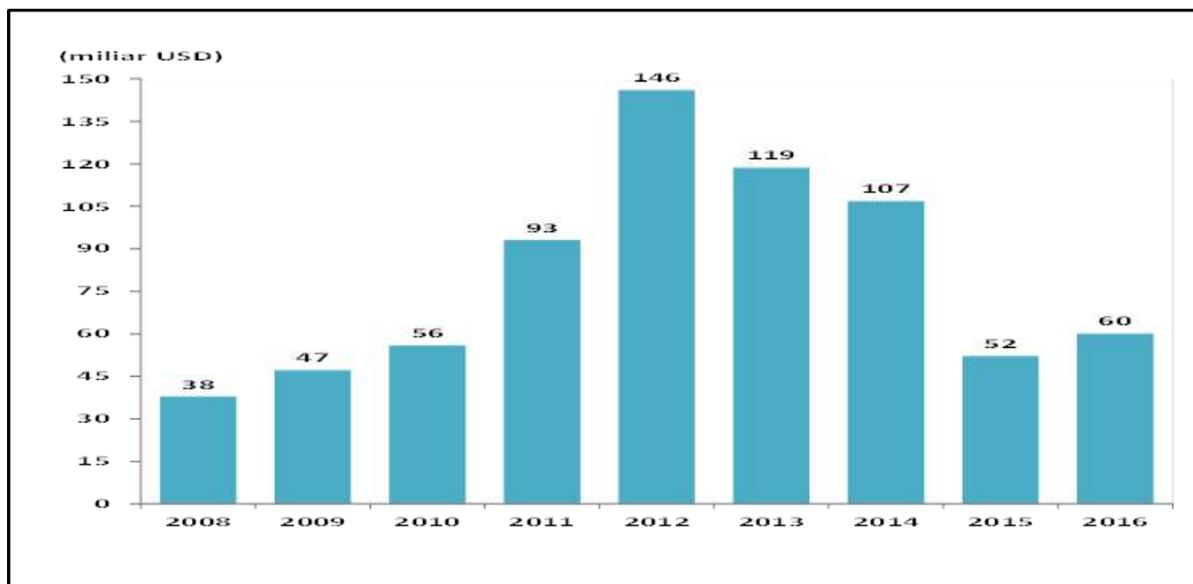
Konsep sekuritisasi aset yang menjadi dasar dalam penerbitan sukuk di era modern terus berkembang. Penerbitan sukuk berbasis sekuritisasi aset pertama kali dilakukan oleh perusahaan swasta Shell MDS di Malaysia pada tahun 1990. Sukuk ini diterbitkan dengan menggunakan struktur *Bai' Bittaman Ajil* senilai RM125 juta atau senilai USD33 juta. Selanjutnya, *Bahrain Monetary Agency* melakukan penerbitan Sukuk Salam pada tahun 2001 dengan nilai mencapai USD25 juta.

[7] Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance*, (England: John Woley and Sons Ltd., 2005).

Selanjutnya Malaysia menerbitkan *Global Corporate Sukuk* yang pertama pada tahun 2001 oleh Kumpulan *Guthrie, Bhd*. Sedangkan *Global Sovereign Sukuk* diterbitkan pertama kali oleh pemerintah Malaysia pada tahun 2002 senilai USD 600 juta.

Pada tahun 2003, *The Accounting and auditing Organization for Islamic Financial Institution* (AAOIFI) mengeluarkan *AAOIFI Standars* nomor 17 tentang *Investment Sukuk* dan memberikan definisi yang lebih komprehensif mengenai sukuk termasuk 14 jenis struktur sukuk dan ketentuan syariah dalam penerbitannya (DPS, 2015). Adanya ketentuan standar yang dikeluarkan oleh AAOIFI ini telah mendorong perkembangan sukuk di seluruh dunia. Sukuk mengalami perkembangan pesat baik dari sisi penggunaan akad (struktur), besarnya penerbitan, dan penggunaan dana hasil penerbitan. Sukuk juga diterbitkan oleh perusahaan swasta, semi pemerintah (BUMN), dan pemerintah.

Saat ini sukuk telah menjadi instrumen dalam memobilisasi dana baik oleh pemerintah maupun sektor swasta. Selain sebagai instrumen pembiayaan, sukuk juga menjadi instrumen investasi dan instrumen likuiditas pasar uang. Pada saat ini jumlah penerbitan sukuk di dunia telah mencapai USD846,82 miliar dengan total *outstanding* sebesar USD348,86 miliar. Jumlah penerbitan sukuk dunia periode 2008 – 2016 disajikan pada Gambar 3.

Gambar 3. Perkembangan Penerbitan Sukuk Dunia

Sumber: Direktorat Pembiayaan Syariah, 2016

2.4. Sukuk Negara

Di Indonesia, sukuk lebih dahulu dikenal dengan istilah surat berharga syariah/ obligasi syariah yang diterbitkan pertama kali pada tahun 2002 oleh PT. Indosat Tbk, dan telah mendapat legitimasi dari Dewan Syariah Nasional (DSN) melalui fatwa DSN-MUI No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah. Dalam perkembangan selanjutnya, istilah sukuk mulai diredefinisikan melalui peraturan No.IX.A.13 hasil Keputusan Bapepam-LK Nomor KEP-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah. Berdasarkan peraturan tersebut, sukuk didefinisikan sebagai efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas: a) kepemilikan aset berwujud tertentu; b) nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau c) kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

Pemerintah mulai menggunakan sukuk sebagai instrumen pembiayaan berbasis syariah seiring dengan disahkannya Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Berdasarkan Undang-Undang SBSN tersebut, SBSN atau Sukuk Negara didefinisikan sebagai surat berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing.

Penetapan kebijakan penerbitan Sukuk negara sebagai instrumen pembiayaan fiskal merupakan bukti bahwa sistim keuangan Islam menjadi salah satu pilar penopang perekonomian Indonesia. Penerbitan Sukuk negara telah dilaksanakan sejak tahun 2008 dan jumlah *outstanding* sampai dengan 1 November 2016 mencapai Rp411 triliun, baik dalam denominasi Rupiah (pasar domestik) maupun denominasi valas (pasar internasional).

Salah satu perbedaan prinsip antara SBSN dengan surat berharga negara lainnya adalah surat berharga berdasarkan prinsip syariah menggunakan konsep Imbalan bukan bunga sebagaimana dikenal dalam instrumen keuangan konvensional. Selain itu, sejumlah aset tertentu diperlukan sebagai dasar untuk melakukan transaksi dengan menggunakan akad berdasarkan prinsip syariah (*underlying asset*).

Metode atau struktur pembiayaan berdasarkan prinsip syariah pada dasarnya mengikuti akad yang digunakan dalam melakukan transaksi. Beberapa jenis akad yang dapat digunakan dalam penerbitan surat berharga syariah antara lain: Ijarah, Mudarabah, Musyarakah, Istishna', dan Akad lain yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah, serta kombinasi dari dua atau lebih akad-akad yang telah disebutkan.

Pengelolaan SBSN baik yang diterbitkan secara langsung oleh Pemerintah maupun melalui Perusahaan Penerbit SBSN diselenggarakan oleh Menteri. Berdasarkan pasal 18 Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008, pengelolaan SBSN meliputi penetapan strategi, kebijakan pengelolaan SBSN, dan kebijakan pengendalian risiko.

2.5. Efektivitas Kebijakan Publik

Kebijakan penerbitan SBSN dilakukan dalam rangka mendukung kebijakan fiskal yang terdapat pada APBN. Kebijakan Pemerintah merupakan upaya agar kepentingan masyarakat (publik) dapat terpenuhi. Rangkaian tindakan yang ditempuh oleh Pemerintah dapat dikatakan sebagai kebijakan publik karena pihak yang mendapatkan manfaat (*beneficiaries*) adalah publik. Lubis (2007) menyebutkan bahwa kebijakan publik merupakan kebijakan yang dilaksanakan oleh lembaga publik (*public institutions)* dalam rangka melayani kepentingan-kepentingan publik (*public interest).*[8] Nazucha (2004) menyebutkan bahwa kebijakan publik adalah kewenangan pemerintah dalam pembuatan suatu kebijakan yang digunakan dalam perangkat hukum.[9] Kebijakan tersebut bertujuan untuk menyerap dinamika sosial masyarakat yang akan dijadikan acuan dalam perumusan kebijakan sehingga tercipta hubungan sosial yang dinamis. Dye (1995) menyebutkan bahwa kebijakan publik adalah segala sesuatu yang dikerjakan pemerintah, yang bertujuan untuk mendapatkan hasil berupa kehidupan bersama yang tampil berbeda.[10]

Young and Quinn dalam Suharto (2010) menyebutkan beberapa konsep kunci dalam kebijakan publik, antara lain:[11]

a. Tindakan Pemerintah yang berwenang. Kebijakan publik adalah tindakan yang dibuat dan diimplementasikan oleh badan pemerintah yang memiliki kewenangan hukum, politis dan finansial untuk melakukannya.
b. Sebuah reaksi terhadap kebutuhan dan masalah dunia nyata. Kebijakan publik berupaya merespon masalah atau kebutuhan kongkrit yang berkembang di masyarakat.
c. Seperangkat kegiatan yang berorientasi pada tujuan. Kebijakan publik pada umumnya bukan suatu keputusan tunggal, namun terdiri dari beberapa pilihan atau strategi yang dibuat untuk mencapai tujuan tertentu demi kepentingan orang banyak.
d. Keputusan untuk melakukan atau tidak melakukan suatu tindakan. Kebijakan publik pada umumnya merupakan suatu tindakan kolektif untuk memecahkan masalah sosial. Namun kebijakan publik juga dirumuskan berdasarkan keyakinan bahwa masalah sosial akan dapat dipecahkan oleh kerangka kebijakan yang sudah ada dan karenanya tidak memerlukan tindakan tertentu.
e. Sebuah justifikasi yang dibuat oleh seseorang atau beberapa aktor. Kebijakan

---

[8] M Solly Lubis, *Kebijakan Publik,* (Bandung: Penerbit Mandar Maju, 2007).

[9] Chaizi Nazucha, *Reformasi Kebijakan Publik*, (Jakarta: PT Gramedia Widiasarana, 2014).

[10] Thomas R. Dye, *Understanding Public Policy*, (New York: Prentice Hall, 2011).

[11] Edi Suharto, *Analisis Kebijakan Publik*, (Bandung: Alfabeta, 2010).

publik berisikan sebuah pernyataan atau justifikasi terhadap langkah-langkah atau rencana tindakan yang telah dirumuskan, bukan sebagai sebuah maksud atau janji yang belum dirumuskan. Keputusan yang dirumuskan dalam kebijakan publik dapat dibuat oleh sebuah badan pemerintah.

Implementasi kebijakan penerbitan SBSN pertama kali pada Oktober 2008 dilakukan setelah melalui proses politik di DPR. Lester dan Stewart (2000) menyebutkan bahwa implementasi kebijakan merupakan sebuah tahapan yang dilakukan setelah aturan hukum ditetapkan melalui proses politik.[12] Adapun implementasi kebijakan selanjutnya merupakan proses administrasi yang berlangsung di Pemerintah. Anderson (2000) dalam Nugroho (2011:618) menyebutkan bahwa implementasi kebijakan/ program merupakan bagian dari *administrative process*.[13] Implementasi kebijakan pada intinya merupakan cara agar sebuah kebijakan dapat mencapai tujuannya. Implementasi kebijakan publik ada dua bentuk pilihan, yaitu: (i) mengimplementasikan secara langsung dalam bentuk program, dan (ii) melalui formulasi kebijakan *derivatif* atau turunan dari kebijakan publik tersebut.

Penerbitan Sukuk Negara sebagai instrumen pembiayaan APBN perlu dilakukan evaluasi agar efektivitas tujuan penerbitan Sukuk Negara dapat tercapai. Anderson (2000) menyebutkan bahwa evaluasi kebijakan publik merupakan suatu kegiatan yang menyangkut estimasi atau penilaian kebijakan yang mencakup substansi, implementasi dan dampak. Sementara itu, Dye (2011:323) mendefinisikan evaluasi kebijakan sebagai suatu pengukuran atas efektivitas program nasional dalam mencapai sasaran yang ditetapkan, atau pengukuran terhadap efektivitas relatif dari dua atau lebih program dalam mencapai tujuannya secara umum.[14]

Evaluasi kebijakan dapat dikatakan sebagai suatu kegiatan yang menyangkut estimasi atau penilaian kebijkan yang mencakup subtansi, implementasi dan dampak. Dalam hal ini, evaluasi kebijakan dipandang sebagai suatu kegiatan fungsional. Artinya, evaluasi kebijakan tidak hanya dilakukan pada tahap akhir saja, namun juga pada keseluruhan proses kebijakan. Dengan demikian, evaluasi kebijakan bisa meliputi perumusan masalah kebijakan, program-program yang diusulkan untuk menyelesaikan masalah kebijakan, implementasi maupun dampak kebijakan (Winarno, 2002).

Subarsono menyebutkan rincian beberapa tujuan dari evaluasi sebagai berikut.

a. Menentukan tingkat kinerja suatu kebijakan di mana melalui evaluasi derajat pencapaian tujuan dan sasaran kebijakan dapat diketahui.
b. Mengukur tingkat efisiensi suatu kebijakan. Evaluasi dilakukan agar besaran biaya dan manfaat suatu kebijakan dapat diketahui.
c. Mengukur tingkat keluaran (*outcome*) suatu kebijakan. Salah satu tujuan evaluasi adalah mengukur berapa besar dan kualitas pengeluaran atau output dari suatu kebijakan.
d. Mengukur dampak suatu kebijakan. Pada tahap lebih lanjut, evaluasi ditujukan untuk melihat dampak dari suatu kebijakan, baik dampak positif maupun negatif.
e. Untuk mengetahui apabila ada penyimpangan. Evaluasi juga bertujuan untuk mendeteksi penyimpangan-penyimpangan yang mungkin terjadi dengan cara membandingkan tujuan dan sasaran yang ditetapkan dengan tingkat pencapaian target.
f. Sebagai bahan masukan (input) untuk kebijakan yang akan datang. Evaluasi bertujuan akhir memberikan masukan bagi proses kebijakan berikutnya agar dihasilkan kebijakan yang lebih baik (Subarsono, 2008:120).

Pada prinsipnya evaluasi kebijakan digunakan untuk mengevaluasi empat aspek dalam proses kebijakan publik, yaitu: proses pembuatan kebijakan, proses implementasi, konsekuensi kebijakan, dan efektifitas dampak kebijakan (Wibawa dkk, 1994).

Dunn (2003) menyebutkan beberapa kriteria rekomendasi kebijakan yang merupakan kriteria evaluasi kebijakan, antara lain:

a. Efektifitas (*effectiveness*), yaitu ukuran suatu alternatif dapat mencapai hasil (akibat) yang diharapkan, atau mencapai tujuan dari diadakannya tindakan. Efektifitas, yang

[12] James P. Lester & J. Stewart, *Public Policy: an Evolutionary Approach, Second Edition,* (Australia: Wadsworth, 2000).

[13] Riant Nugroho, *Public Policy: Dinamika Kebijakan-Analisis Kebijakan-Manajemen Kebijakan*, (Jakarta: Elex Media Komputindo, 2011), hlm. 618.

[14] Thomas R. Dye, *Op.Cit.*, hlm. 323.

secara dekat berhubungan dengan rasionalitas teknis, diukur dari unit produk, layanan, atau nilai moneter.

b. Efisiensi (*efficiency*), yaitu berkaitan dengan jumlah usaha yang diperlukan untuk menghasilkan tingkat efektifitas tertentu. Efisiensi merupakan sinonim dari rasionalitas ekonomi yang menggambarkan hubungan antara efektifitas dengan usaha yang pada umumnya diukur dengan ongkos moneter.

c. Kecukupan (*adequacy*), berkenaan dengan seberapa jauh suatu tingkat efektifitas memuaskan kebutuhan, nilai, atau kesempatan menumbuhkan adanya masalah. Kriteria kecukupan menekankan pada kuatnya hubungan antara alternatif kebijakan dan hasil yang diharapkan.

d. Perataan (*equity*), erat berhubungan dengan rasionalitas legal dan sosial dan menunjuk pada distribusi akibat dan usaha antara kelompok-kelompok yang berbeda dalam masyarakat. Kebijakan yang berorientasi pada perataan adalah kebijakan yang akibatnya (misalnya, unit pelayanan atau manfaat moneter) atau usaha (misalnya biaya moneter) secara adil didistribusikan. Kebijakan yang dirancang untuk mendistribusikan pendapatan, kesempatan pendidikan, atau pelayanan pendidikan kadang-kadang didistribusikan atas dasar kriteria kesamaan. Kriteria kesamaan erat berhubungan dengan konsepsi yang saling bersaing, yaitu keadilan atau kewajaran dan terhadap konflik etis sekitar dasar yang memadai untuk mendistribusikan risoris masyarakat.

e. Responsivitas (*responsiveness*), berkenaan dengan seberapa jauh suatu kebijakan dapat memuaskan kebutuhan, preferensi, atau nilai kelompok-kelompok masyarakat tertentu. Kriteria responsivitas adalah penting karena analisis yang dapat memuaskan semua kriteria lainnya – efektifitas, efisiensi, kecukupan, kesamaan – masih gagal jika belum menanggapi kebutuhan aktual dari kelompok yang semestinya diuntungkan dari adanya suatu kebijakan.

f. Ketepatan (*appropriateness*), kriteria ketepatan secara dekat berhubungan dengan rasionalitas, substantif, karena pertanyaan tentang ketepatan kebijakan tidak berkenaan dengan satuan kriteria individu tetapi dua atau lebih kriteria secara bersama-sama. Ketepatan merujuk pada nilai atau harga dari tujuan program dan kepada kuatnya asumsi yang melandasi tujuan-tujuan tersebut (Dunn, 2003: 429-438).

Berkaitan dengan efektivitas, Makmur (2011:6) mengatakan bahwa kegiatan dilakukan secara efektif di mana dalam proses pelaksanaannya senantiasa menampakkan ketepatan antara harapan yang diinginkan dengan hasil yang dicapai.[15] Maka dengan demikian efektivitas dapat dikatakan sebagai ketepatan harapan, implementasi, dan hasil yang dicapai. Sedangkan kegiatan yang tidak efektif adalah kegiatan yang selalu mengalami kesenjangan antara harapan, implementasi dan hasil yang dicapai.

Menurut Nugroho (2011:650), berdasarkan teori implementasi kebijakan, Matland berpendapat bahwa pada adasarnya ada 5 tepat yang perlu dipenuhi dalam hal keefektifan suatu kebijakan.[16]

Pertama, apakah kebijakan sendiri sudah tepat? Ketepatan ini dinilai dari sejauh mana kebijakan yang ada telah bermuatan hal-hal yang memang memecahkan masalah yang hendak dipecahkan. Pertanyaannya adalah *how excellent the policy*? Sisi kedua kebijakan adalah apakah kebijakan tersebut sudah dirumuskan sesuai dengan karakter masalah yang hendak dipecahkan. Sedangkan sisi ketiga adalah apakah kebijakan dibuat oleh lembaga yang memiliki kewenangan (misi kelembagaan) sesuai dengan karakter kebijakannya.

Tepat kedua adalah tepat pelaksanaannya. Ada tiga lembaga yang menjadi pelaksana kebijakan, yaitu pemerintah, kerjasama pemerintah dengan swasta, atau implementasi kebijakan yang di swastakan.

Tepat ketiga adalah tepat target. Ketepatan berkenaan dengan tiga hal. Pertama, apakah target yang diintervensi sesuai dengan yang direncanakan, apakah tidak ada tumpang tindih dengan intervensi kebijakan lain, atau tidak bertentangan denga intervensi kebijakan lain. Kedua apakah targetnya dalam kondisi siap untuk diintervensi dengan kebijakan lain atau tidak. Ketiga, apakah intervensi implementasi kebijakan bersifat baru atau memperbarui implementasi kebijakan sebelumnya.

---

[15] Makmur, Efektivitas Kebijakan Lembaga Pengawasan, (Bandung: Refika Aditama, 2011), hlm. 6.

[16] Riant Nugroho, *Op.Cit.*, hlm. 650.

Tepat keempat adalah tepat lingkungan. Ada dua lingkungan yang paling menentukan yaitu lingkungan kebijakan, yaitu interaksi diantara lembaga perumus kebijakan dan pelaksana kebijakan dengan lembaga lain yang terkait.

Tepat yang kelima adalah tepat proses. Secar umum, implementasi kebijakan publik terdiri dari tiga proses yaitu:

1. *Policy Acceptance*, dalam hal ini publik memahami kebijakan sebagai suatu aturan main yang diperlukan di masa depan, di sisi lain pemerintah memahami kebijakan sebagai suatu tugas yang harus dilaksanakan.
2. *Policy Adoption*, dalam hal ini publik memahami kebijakan sebagai suatu aturan main yang diperlukan di masa depan, di sisi lain pemerintah menerima kebijakan sebagai suatu tugas yang harus dilaksanakan.
3. *Policy Readiness*, dalam hal ini publik siap melaksanakan atau menjadi bagian dari kebijakan, di sisi lain birokrat siap menjadi pelaksana kebijakan.

Penelitian ini menggunakan konsep 3 "Tepat" untuk mengetahui efektivitas penerbitan SBSN sebagai instrumen pembiayaan APBN. Konsep 3 "Tepat" tersebut yaitu:

1. Tepat Kebijakan untuk mengetahui apakah kebijakan penerbitan Sukuk Negara dapat menjadi solusi bagi permasalahan kebutuhan pembiayaan APBN,
2. Tepat Pelaksanaannya untuk mengetahui sejauh mana peran para pembuat kebijakan dan *stakeholders* dalam pengelolaan Sukuk Negara
3. Tepat Target untuk mengetahui apakah kebijakan penerbitan Sukuk Negara tidak tumpang tindih dengan kebijakan pembiayaan lainnya yang telah ada seperti pinjaman lansung dan penerbitan Surat Utang Negara (SUN).

3. METODOLOGI PENELITIAN

Penelitan ini menggunakan pendekatan kualitatif deskriptif dengan studi kasus pada Direktorat Pembiayaan Syariah, Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Kementerian Keuangan yang memiliki tugas pokok sebagai bagian dari pengelola Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara. Bogdan dan Taylor dalam Moleong (2010) menjelaskan bahwa metode kualitatif merupakan sebuah prosedur penelitian yang menghasilkan data deskriptif berupa kata-kata tertulis maupun lisan dari orang-orang maupun perilaku yang dapat diamati. Metode ini digunakan karena pendekatan kualitatif deskriptif dinilai dapat memberikan hasil yang maksimal dari tujuan penelitian yang hendak dicapai. Penelitian ini menganalisis penerbitan SBSN yang telah dilaksanakan sejak Agustus 2008 hingga November 2016 untuk mengetahui kesesuaian implementasi penerbitan SBSN dengan tujuan utama penerbitan SBSN sebagaimana tercantum dalam Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang SBSN. Selain itu, penelitian ini juga melakukan evaluasi terhadap dampak dari penerbitan SBSN secara umum.

Teknik yang digunakan dalam pengumpulan data pada penelitian ini mencakup observasi, partisipasi pasif dan wawancara dengan pejabat terkait di Direktorat Pembiayaan Syariah untuk mendapatkan data primer serta analisis dokumen untuk mendapatkan data sekunder. Adapun penelitian ini dilaksanakan dengan tahapan-tahapan sebagai berikut:

1. Mengumpulkan informasi profil Direktorat Pembiayaan Syariah, Ditjen Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Kementerian Keuangan, seperti latar belakang, visi dan misi, struktur organisasi, tugas pokok dan fungsi, dan sebagainya.
2. Mengumpulkan data terkait implementasi penerbitan SBSN, data utang termasuk data penerbitan Surat Utang Negara dan pinjaman langsung dari tahun 2008 s.d. 2016.
3. Mengumpulkan data terkait dampak implementasi penerbitan SBSN.
4. Membandingkan data implementasi penerbitan SBSN dengan teori kebijakan publik.
5. Membuat kesimpulan atas implementasi penerbitan SBSN.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Implementasi Penerbitan Sukuk Negara

Inisiasi penerbitan Sukuk Negara sebagai instrumen pembiayaan defisit anggaran sebenarnya telah ada beberapa tahun sebelum pengesahan UU SBSN pada tahun 2008. Pemerintah telah mengundang berbagai pihak diantaranya: para ulama yang menguasai fiqh muamalah baik dari Indonesia, Malaysia, maupun Timur Tengah, praktisi perbankan nasional dan internasional serta ahli hukum

tata negara maupun perdata. Para pihak tersebut memberikan pendapat mengenai peluang penerbitan Sukuk Negara di Indonesia dari berbagai sisi keahlian. Berbagai pihak tersebut sependapat bahwa Indonesia sangat potensial bagi pengembangan Sukuk Negara dengan beberapa alasan diantaranya bahwa Indonesia membutuhkan instrumen keuangan yang dapat menjadi pendorong pembangunan infrastruktur selain sebagai instrumen pembiayaan defisit anggaran.

Sebagai suatu kebijakan pemerintah, penerbitan Sukuk Negara membutuhkan landasan hukum agar kebijakan tersebut menjadi sah (*legitimate*). Pada saat itu Pemerintah belum memiliki landasan hukum untuk menjembatani penerbitan Sukuk Negara. Saat itu yang telah ada adalah Undang-Undang Nomor 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara (UU SUN) dan belum mengatur penerbitan surat berharga yang mengikuti prinsip-prinsip hukum Islam (syariah). Beberapa pihak mengusulkan untuk mengamandemen UU SUN agar dapat mengakomodasi penerbitan Sukuk Negara. Namun usulan tersebut akhirnya tidak diteruskan karena dalam penerbitan Sukuk Negara banyak persolan yang perlu diatur. Sehingga apabila UU SUN diamandemen dikahawatirkan justru akan mengaburkan pengaturan penerbitan Surat Utang Negara karena pasal yang mengatur penerbitan Sukuk Negara menjadi lebih dominan dibandingkan substansi sebelumnya.

Akhirnya, Pemerintah sepakat untuk menyusun suatu Rancangan Undang-Undang (RUU) mengenai pengelolaan Sukuk Negara pada akhir tahun 2007. Pemerintah memahami bahwa karakteristik Sukuk Negara berbeda dengan instrumen keuangan konvensional lainnya. Dalam penyususan RUU tersebut, Pemerintah melibatkan berbagai pihak agar pada saat RUU disahkan tidak bertentangan dengan hukum positif yang telah berlaku di Indonesia dan sejalan dengan prinsip-prinsip syariah.

Beberapa hal yang memerlukan pengaturan khusus dan perlu untuk diakomodasi dalam RUU tersebut antara lain:

a. Penggunaan akad-akad (kontrak) yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Sukuk Negara berbeda dengan obligasi, di mana Sukuk Negara merupakan instrumen investasi dan obligasi merupakan surat pernyataan utang. Sebagai instrumen investasi, penyusunan kontrak (akad) dalam transaksi Sukuk Negara harus sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Beberapa akad yang dapat diterapkan dalam penerbitan Sukuk Negara antara lain: Ijarah, Murabahah, Istishna', Musyarakah, Mudharabah, Wakalah dan lain-lain.
b. Penggunaan Barang Milik Negara (BMN) sebagai dasar penerbitan Sukuk Negara. Dalam melakukan penerbitan sukuk, Pemerintah memerlukan suatu dasar penerbitan berupa transaksi suatu aset (*underlying asset*) yang jenisnya disesuaikan dengan jenis struktur atau akad yang digunakan. Pengaturan ini bertujuan agar aset-aset negara yang dijadikan *underlying asset* tetap aman kepemilikannya.
c. Pendirian Perusahaan Penerbit SBSN. Dalam praktik internasional, penerbitan sukuk biasanya dilakukan oleh entitas atau badan hukum tersendiri yang disebut sebagai *special purpose vehicle* (SPV) yang didirikan secara khusus untuk menerbitkan Sukuk Negara. Badan hukum berupa SPV ini belum diatur dalam hukum posistif di Indonesia. Di Indonesia, Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dan Perseroan Terbatas (PT) merupakan bentuk badan hukum yang telah dikena. Namun kedua jenis badan hukum ini kurang sesuai dengan bentuk SPV, sehingga diperlukan pengaturan khusus di dalam RUU.
d. Wali Amanat. Dalam *international best practice*, investor sukuk atau pemegang sukuk (sukuk *holders*) biasanya memerlukan pihak yang dapat bertindak mewakili kepentingannya yang disebut sebagai wali Amanat. Pada praktiknya, SPV biasanya juga bertindak sebagai Wali Amanat untuk kepentingan sukuk *holders*. Sama dengan SPV, sampai saat ini belum ada hukum Indonesia yang mengatur mengenai wali Amanat (*Trust Law*) sehingga ketentuan ini perlu diatur secara khusus dalam RUU SBSN.

RUU SBSN disahkan menjadi undang-undang pada tanggal 7 Mei 2008 dengan diterbitkannya UU Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). UU tersebut menjadi landasan hukum utama dalam penerbitan Sukuk Negara.

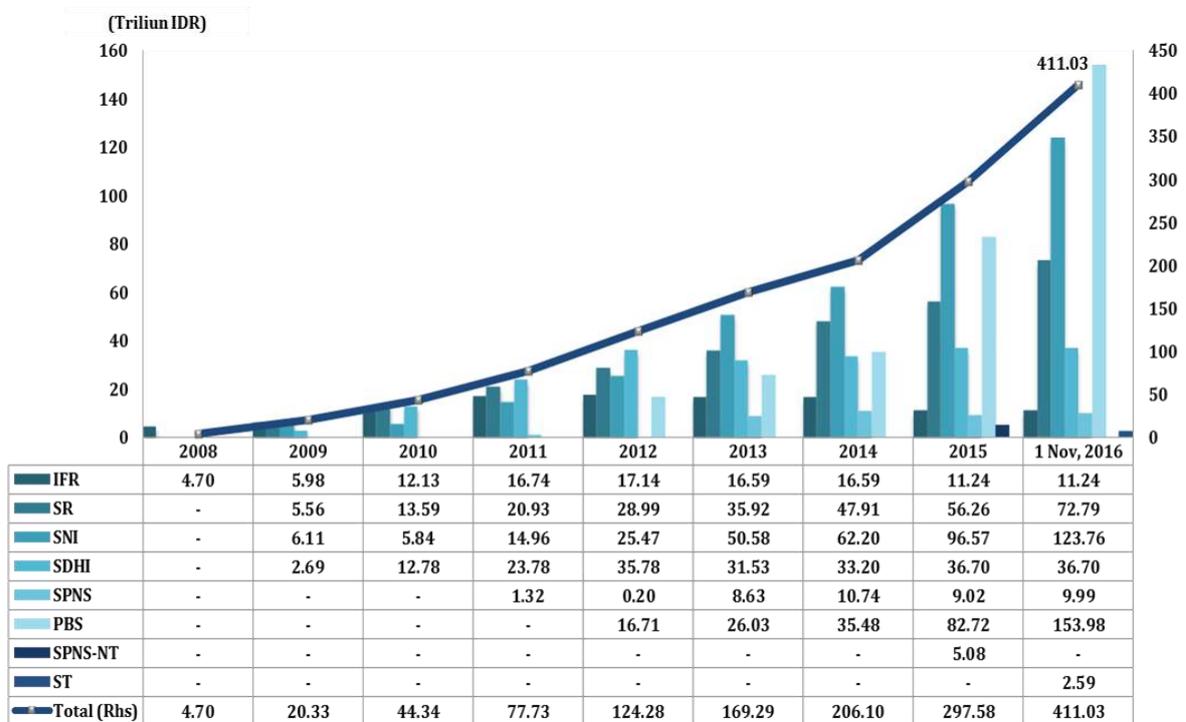
Implementasi kebijakan penerbitan Sukuk Negara sebagai intrumen pembiayaan defisit APBN pertama kali terjadi pada tanggal 26 Agustus 2008 dengan diterbitkannya Sukuk Negara seri *Ijarah Fixed Rate* (IFR) 001 senilai Rp2,71 triliun dan seri IFR 002 senilai Rp1,98

triliun. Sukuk ini menggunakan struktur akad Ijarah *Sale and Lease Back* serta menggunakan *underlying asset* berupa BMN yang terdiri dari tanah dan bangunan yang dimiliki oleh Pemerintah. Penerbitan Sukuk ini melibatkan berbagai pihak antara lain: Agen Penjual yang terdiri dari 5 bank dan 8 perusahaan sekuritas, Bank Indonesia sebagai agen penatausahaan Surat Berharga Negara, Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), dan lain-lain.

Penerbitan Sukuk Negara dari tahun ke tahun terus mengalami peningkatan, sesuai dengan perkembangan dan strategi yang diterapkan dalam APBN. Untuk menutup defisit APBN yang terus meningkat, Pemerintah melakukan pengembangan berbagai instrumen SBSN.

Berdasarkan data dari DPS diketahui bahwa sampai dengan 1 November 2016 Pemerintah telah menerbitkan Sukuk Negara senilai Rp565,42 triliun. Sebagai dari Sukuk tersebut telah jatuh tempo senilai Rp161,45 triliun. Sehingga Sukuk Negara yang belum jatuh tempo dan berada di tangan investor (*outstanding*) senilai Rp411,03 triliun.

Gambar 4
Realisasi Penerbitan Sukuk Negara per 1 November 2016

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1 Nov, 2016
IFR	4.70	5.98	12.13	16.74	17.14	16.59	16.59	11.24	11.24
SR	-	5.56	13.59	20.93	28.99	35.92	47.91	56.26	72.79
SNI	-	6.11	5.84	14.96	25.47	50.58	62.20	96.57	123.76
SDHI	-	2.69	12.78	23.78	35.78	31.53	33.20	36.70	36.70
SPNS	-	-	-	1.32	0.20	8.63	10.74	9.02	9.99
PBS	-	-	-	-	16.71	26.03	35.48	82.72	153.98
SPNS-NT	-	-	-	-	-	-	-	5.08	-
ST	-	-	-	-	-	-	-	-	2.59
Total (Rhs)	4.70	20.33	44.34	77.73	124.28	169.29	206.10	297.58	411.03

Sumber: Direktorat Pembiayaan Syariah, 2016

Selama kurun waktu 8 tahun, Pemerintah telah mengembangkan berbagai seri SBSN. Pengembangan seri SBSN tersebut bertujuan untuk mengembangkan pasar SBSN dengan menciptakan seri-seri SBSN sesuai dengan preferensi investor dan pengelolaan portofolio SBSN.

Pemerintah sampai dengan tahun 2016 telah menerbitkan 7 seri SBSN. Ketujuh seri SBSN tersebut masing-masing memiliki karakteristik yang berbeda dan diterbitkan oleh Pemerintah dengan sistem yang berbeda pula. Beberapa seri SBSN seperti seri IFR, PBS dan SPNS diterbitkan oleh Pemerintah secara rutin setiap dua minggu melalui sistem lelang yang dikelola oleh Bank Indonesia. Para peserta lelang yang bertindak sebagai investor atau wakil investor mengajukan penawaran lelang (*bidding*) melalui sistem BI-SSSS (Bank Indonesia-*Scripless Securities Settlemen System*) Untuk seri IFR penerbitannya berhenti sampai dengan tahun 2012 dan digantikan oleh seri PBS.

Pemerintah juga menerbitkan SBSN melalui sistem *bookbuilding*, yaitu investor memesan pembelian SBSN melalui Agen Penjual atau *Joint Lead Managers* yang telah

Indonesian Treasury Review Vol.2 No.1, 2017, Hal. 79-98

ditunjuk oleh Pemerintah dalam kurun waktu tertentu. Pemesanan ini kemudian disampaikan kepada Pemerintah dan menentukan pihak-pihak yang pembeliannya diterima oleh Pemerintah. Beberapa seri yang diterbitkan melalui sistem ini adalah SR, ST, dan SNI.

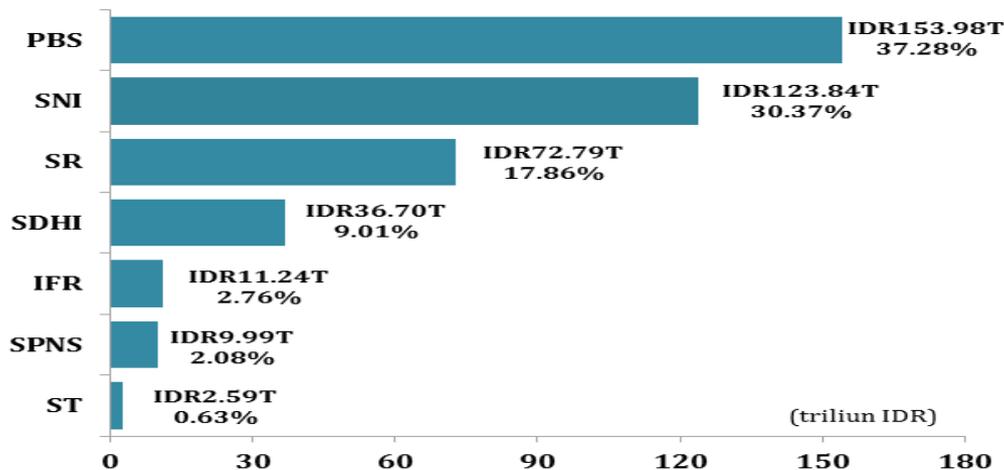
Sistem lain yang digunakan adalah *private placement*, yaitu sistem penempatan langsung dari para investor kepada Pemerintah. Sistem ini untuk memberikan fasilitas kepada para investor yang ingin melakukan penempatan investasinya kepada Pemerintah tanpa melalui sistem lelang atau *bookbuilding*. Beberapa seri yang menggunakan sistem ini adalah SDHI dan SPNS-NT. Adapun perbandingan seri-seri SBSN berdasarkan jenis investor, *tenor*, *tradeability*, serta pemanfaatan dana hasil penerbitan (*proceeds*) disajikan dalam Tabel 1.

Tabel 1
Perbandingan Seri-seri SBSN

Seri SBSN	Jenis Investor	*Tenor*	*Trade-ability*	Struktur Akad	Jenis *Underlying Asset*	Pemanfaatan *Proceeds*
Ijarah *Fixed Rate* (IFR)	Korporasi	Menengah s.d. Panjang (3-15 tahun)	*Tradeable*	Ijarah *Sale and Lease Back*	BMN	Pembiayaan Defisit APBN
Sukuk Negara Ritel (SR)	Individu WNI	Menengah (3-4 tahun)	*Tradeable*	Ijarah *Sale and Lease Back* dan Ijarah *Asset to be Leased*	BMN dan proyek pemerintah	Pembiayaan Defisit APBN dan pembiayaan pembangunan proyek pemerintah
Sukuk Negara Indonesia (SNI) atau Global Sukuk	Korporasi Internasional	Menengah s.d. Panjang (3 -15 tahun)	*Tradeable*	Ijarah *Sale and Lease Back*, Ijarah *Asset to be Leased* dan *Wakalah*	BMN dan proyek pemerintah	Pembiayaan Defisit APBN dan pembiayaan pembangunan proyek pemerintah
Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI)	Kementerian Agama	Menengah (3-5 tahun)	*Non-Tradeable*	Ijarah al Khadamat	Jasa Layanan Haji	Pembiayaan Defisit APBN
Surat Perbendaharaan Negara-Syariah (SPN-S)	Korporasi	Pendek (s.d. 1 tahun)	*Tradeable*	Ijarah *Sale and Lease Back*	BMN	Pembiayaan Defisit APBN
Project Based Sukuk (PBS)	Korporasi	Menengah s.d. Panjang (3 -15 tahun)	*Tradeable*	Ijarah *Asset to be Leased*	BMN dan proyek pemerintah	Pembiayaan pembangunan proyek pemerintah
SPNS- *Non Tradeable* (NT)	Korporasi	Pendek (s.d. 1 tahun)	*Non-Tradeable*	Ijarah *Sale and Lease Back*	BMN	Pembiayaan Defisit APBN
Sukuk Tabungan	Individu WNI	Menengah (2 tahun)	*Non-Tradeable*	Wakalah	BMN dan proyek pemerintah	Pembiayaan pembangunan proyek pemerintah

Sumber: Direktorat Pembiayaan Syariah, 2016 diolah

Pada praktiknya, Sukuk Negara yang diterbitkan dengan metode lelang terutama seri PBS menjadi seri Sukuk Negara yang diterbitkan dalam jumlah terbanyak. Realisasi penerbitan SBSN seri PBS sampai dengan 1 November 2016 mencapai Rp153,98 triliun atau 37,28% dari total penerbitan. Realisasi penerbitan tiap seri SBSN disajikan pada Gambar 5.

Gambar 5
Realisasi Penerbitan SBSN per Seri s.d. 1 November 2016

Sumber: Direktorat Pembiayaan Syariah, 2016

4.2. Efektivitas Penerbitan SBSN sebagai Instrumen Pembiayaan APBN

Efektivitas penerbitan SBSN sebagai instrumen pembiayaan APBN dapat dianalisa dengan menggunakan teori 5 (lima) tepat yang dikemukakan oleh Matland dalam Nugroho (2011), yaitu: tepat kebijakan, tepat pelaksanaan, tepat target, tepat lingkungan dan tepat proses. Penelitian ini menggunakan tiga kriteria tepat saja, yaitu: tepat kebijakan, tepat pelaksanaan dan tepat target dengan pertimbangan sudah cukup untuk mengetahui efektivitas penerbitan SBSN sebagai instrumen pembiayaan APBN.

Dimensi pertama untuk mengetahui efektivitas kebijakan penerbitan SBSN untuk pembiayaan APBN adalah tepat kebijakan. Tepat kebijakan digunakan untuk menjawab pertanyaan apakah kebijakan penerbitan SBSN telah sesuai dengan masalah utama yang ingin dipecahkan berupa adanya diversifikasi instrumen pembiayaan APBN. Adanya diversifikasi instrumen pembiayaan APBN memberikan alternatif kepada Pemerintah dalam membiayai defisit anggaran yang mengalami kecenderungan peningkatan setiap tahunnya.

Implementasi penerbitan SBSN saat ini dapat memecahkan masalah utama dalam memperoleh alternatif sumber pembiayaan defisit APBN. Indikatornya dapat dilihat bahwa sejak diterbitkan pertama kali pada tahun 2008, SBSN sampai saat ini terus digunakan Pemerintah sebagai instrumen pembiayaan defisit APBN bersama instrumen pembiayaan lainnya. Melalui penerbitan SBSN, sumber pembiayaan defisit APBN tidak hanya bertumpu pada penerbitan Surat Utang Negara dan utang secara langsung kepada *lender*.

Adanya SBSN memberikan ruang bagi Pemerintah, apabila diperlukan, untuk menambah defisit sesuai dengan batas yang telah ditentukan. Penambahan ruang defisit tersebut disebabkan karena penerbitan SBSN memberikan penambahan basis investor yang berbeda bila dibandingkan dengan SUN. Beberapa jenis investor yang berbeda diantaranya investor dari industri keuangan syariah baik domestik maupun internasional yang saat ini sedang berkembang. Selain itu, SBSN juga menarik minat investor internasional terutama dari negara-negara Timur Tengah yang tergabung dalam *Gulf Council Cooperation* (GCC). Investor ini sebelumnya belum tersentuh oleh penerbitan SUN karena investor GCC memiliki preferensi instrumen tersendiri. Investor GCC menjadi investor potensial terutama untuk penerbitan Global Sukuk dengan denominasi USD. Kontribusi investor GCC dalam setiap penerbitan Global Sukuk rata-rata mencapai 30% dari total penerbitan.

Dampak perkembangan industri keuangan syariah telah mendorong tumbuhnya investor individu yang memiliki preferensi investasi pada instrumen investasi berbasis syariah. Kebutuhan ini tentu menjadi peluang bagi Pemerintah untuk mengembangkan basis investor terutama investor ritel (individu) khusus Warga Negara Indonesia. Total penerbitan Sukuk Negara untuk investor ritel (berseri SR dan ST) mencapai sekitar Rp77 triliun.

Selain diminati oleh industri keuangan syariah, SBSN juga diminati oleh industri

Indonesian Treasury Review Vol.2 No.1, 2017, Hal. 79-98

keuangan konvensional seperti perbankan, asuransi, reksadana, serta dana pensiun baik domestik maupun internasional. Berdasarkan data dari Direktorat Pembiayaan Syariah, sampai saat ini investor dari industri keuangan konvensional masih mendominasi kepemilikan Sukuk Negara. Hal ini disebabkan karena sampai saat ini porsi keuangan konvensional masih jauh lebih besar dari keuangan syariah, sehingga memerlukan instrumen investasi dan likuiditas yang lebih banyak. Pada tahun 2016, kepemilikan industri keuangan konvensional terhadap Sukuk Negara yang beredar di pasar sekunder mencapai sekitar 90%.

Dimensi kedua untuk mengetahui efektivitas kebijakan penerbitan SBSN untuk pembiayaan APBN adalah tepat pelaksanaan. Indikator terkait hal ini dapat dilihat dari kerjasama antar pihak yang berperan serta dalam implementasi kebijakan. Kebijakan penerbitan SBSN merupakan rangkaian kegiatan yang dimulai dari proses penerbitan SBSN sampai dengan jatuh tempo. Kerjasama antar pihak yang berperan dalam penerbitan SBSN sangat diperlukan, tidak hanya para pihak yang terikat kontrak sesuai dengan struktur SBSN, namun juga institusi-institusi lain di luar perikatan kontrak seperti DPR, BI, institusi pasar modal dan institusi internal di Kementerian Keuangan yang menyiapkan regulasi dan *underlying asset*. Para pihak yang terlibat dalam penerbitan SBSN dan perannya masing-masing diuraikan dalam Tabel 2.

Tabel 2
Para Pihak dan Perannya dalam Penerbitan SBSN

Nama Pihak	Peran	Keterangan
DPR	Legislator	Menetapkan UU APBN termasuk besaran defisit anggaran dan menyetujui BMN yang digunakan sebagai *underlying asset* dalam penerbitan SBSN
DJPPR	Obligor atau Originator	DJPPR mewakili Pemerintah sebagai penanggung jawab penerbitan SBSN termasuk pengelolaan pembayaran imbalan dan pokok investasi ketika jatuh tempo
DSN-MUI	Syariah *Advisor*	Memberikan fatwa dan opini syariah terkait penerbitan SBSN
SPV	Penerbit SBSN dan Wali Amanat	SPV mempunyai peran ganda: wakil Pemerintah sebagai perusahaan penerbit SBSN dan wali amanat untuk mewakili kepentingan investor
BI	Agen Penatausaha SBSN	Membantu Pemerintah dalam penerbitan SBSN dan menatausahakan SBSN
Investor	Pemegang SBSN	Berkewajiban menyetorkan dana investasi dan berhak memperoleh pembayaran imbalan dan pokok investasi ketika jatuh tempo
Ditjen Anggaran Kementerian Keuangan	Menyediakan *underlying asset* berupa proyek pemerintah	Melakukan seleksi terhadap proyek-proyek yang akan digunakan sebagai *underlying asset.*
Ditjen Kekayaan Negara Kementerian Keuangan	Menyediakan *underlying asset* berupa BMN	Melakukan seleksi terhadap BMN yang akan digunakan sebagai *underlying asset.*
Kementerian /Lembaga	Pengelola *underlying asset*	Melakukan pengelolaan *underlying asset* baik berupa BMN maupun proyek.
Konsultan Hukum	Konsultansi hukum	Melakukan uji tuntas (*due dilligence*) *underlying asset*, membantu pembuatan dokumen hukum, memberi saran terhadap pemerintah
Peserta Lelang SBSN	Investor atau perantara investor	Melakukan pembelian SBSN melalui sistem lelang baik untuk dirinya sendiri atau menjadi perantara bagi investor
Agen Penjual atau *Joint Lead Managers*	Penjual SBSN kepada investor	Membantu pemerintah dalam memasarkan SBSN kepada investor

Sumber: Direktorat Pembiayaan Syariah, 2016 diolah

Para pihak yang terlibat proses penerbitan SBSN yang berjalan selama ini, dapat melaksanakan kerjasama sesuai dengan perannya masing-masing. Penerbitan SBSN yang terlaksana dengan baik dan sesuai dengan target yang ditetapkan oleh Pemerintah merupakan indikator terjadinya hubungan kerjasama yang baik antar pihak yang berperan dalam penerbitan SBSN. Tanpa adanya kerja sama dari para pihak, keberlanjutan penerbitan Sukuk Negara dapat terhambat. Sebagai contoh apabila Kementerian Keuangan c.q. Ditjen Kekayaan Negara tidak berhasil menyediakan

underlying asset berupa Barang Milik Negara, penerbitan Sukuk Negara dapat terhambat.

Dimensi ketiga untuk mengetahui efektivitas kebijakan penerbitan SBSN untuk pembiayaan APBN adalah tepat target. Indikator yang diukur dalam tepat target adalah kesesuaian antara tujuan penerbitan SBSN dengan implementasi kebijakan yang telah dilaksanakan. Berdasarkan Pasal 4 UU Nomor 19 tahun 2008, SBSN diterbitkan dengan tujuan untuk membiayai APBN termasuk membiayai pembangunan proyek. Berdasarkan Tabel 1 dapat diketahui bahwa tujuan penerbitan SBSN terimplementasikan dalam seri-seri SBSN yang diterbitkan. Untuk tujuan pembiayaan APBN secara umum diterbitkan seri Sukuk Negara seperti IFR, SR, SNI, SDHI, SPNS, dan SPNS-ST. Namun dalam perkembangannya, SBSN seri SR dan SNI diterbitkan untuk membiayai pembangunan proyek infrastruktur. Adapun sukuk seri PBS sejak awal diterbitkan untuk mendukung pembiayaan pembangunan proyek pemerintah.

Dalam rangka mendukung pengembangan Sukuk Negara yang digunakan untuk membiayai pembangunan proyek, Pemerintah telah menerbitkan Peraturan Pemerintah Nomor 56 tahun 2011 tentang Pembiayaan Proyek melalui Penerbitan SBSN. PP tersebut mengatur koordinasi antar unit Pemerintah baik internal Kementerian Keuangan maupun eksternal Kementerian Keuangan seperti Badan Perencanaan Pembangunan Nasional, Kementerian/ Lembaga, dan lain-lain. Pengaturan koordinasi tersebut dilakukan untuk memetakan peran masing-masing unit guna mendukung pembiayaan proyek melalui penerbitan SBSN.

Sukuk seri PBS yang digunakan untuk mendukung pembiayaan pembangunan proyek pemerintah ada dua jenis, yaitu:

1. *Project Underlying* Sukuk, di mana proyek infrastruktur yang tercantum dalam dokumen APBN digunakan sebagai dasar transaksi. Hasil penerbitan Sukuk Negara (*proceeds*) akan digunakan untuk mengganti dana yang telah dikeluarkan (*revolving*).
2. *Project Financing* Sukuk (PFS), di mana proyek infrastruktur yang akan dibiayai melalui penerbitan Sukuk Negara diusulkan oleh Kementerian/ Lembaga melalui proses pengusulan proyek sesuai mekanisme APBN. Proyek infrastruktur tersebut baru dapat dibiayai melalui penerbitan Sukuk Negara setelah tercantum dalam dokumen APBN, sehingga sumber pembiayaan proyek tersebut hanya bersumber dari Sukuk Negara (*earmarked*). Perkembangan penerbitan PFS dari waktu ke waktu disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3
Pagu dan Jenis Proyek yang Dibiayai dengan PFS

Tahun	Pagu (triliun)	Jenis proyek
2013	Rp 0,7	Pembangunan jalur ganda rel KA
2014	Rp 1,371	Pembangunan jalur ganda rel KA, pembangunan asrama haji
2015	Rp 7,135	Pembangunan jalur *elevated track* KA, pembangunan kampus UIN, pembangunan/reha KUA dan balai nikah
2016	Rp 13,677	Pembangunan jalur ganda dan jalur layang rel KA, pembangunan jalan dan *flyover* lintas Sumatera, pembangunan kampus UIN, asrama haji dan KUA.
2017	Rp 16,76	Penyelenggaraan jasa perkeretaapian, pembangunan jalan dan sumber daya air, pembangunan kampus UIN, asrama haji dan KUA.

Sumber: Direktorat Pembiayaan Syariah, 2016 diolah

Seiring dengan kebijakan Pemerintah untuk meningkatkan pembangunan infrastruktur di seluruh tanah air, peran SBSN PBS di masa depan akan terus meningkat. Kemampuan SBSN PBS untuk membiayai proyek-proyek infrastruktur yang berskala besar sangat potensial yang terlihat dari hasil penerbitan SBSN PBS setiap tahun.

Penerbitan SBSN saat ini telah menjadi instrumen pembiayaan tambahan, selain instrumen pembiayaan yang telah ada sebelumnya yaitu Surat Utang Negara dan pinjaman langsung. Meskipun merupakan instrumen baru, keberadaan SBSN tidak tumpang tindih dengan instrumen pembiayaan lainnya. Justru SBSN semakin memperkuat kemampuan Pemerintah dalam membiayai

defisit anggarannya. Saat ini penerbitan SBSN lebih difokuskan untuk pembiayaan proyek-proyek pemerintah, sedangkan penerbitan SUN lebih difokuskan untuk pembiayaan umum APBN. Pemerintah mempunyai banyak pilihan dalam menentukan kombinasi instrumen pembiayaan sehingga Pemerintah dapat mengupayakan biaya utang seminimal mungkin.

Implementasi SBSN yang sampai saat ini berjalan menghasilkan beberapa dampak positif. Beberapa dampak tersebut antara lain:

1. Mendorong pertumbuhan industri keuangan syariah nasional

   Beberapa peneliti telah mengemukakan relevansi penerbitan SBSN dengan perkembangan industri keuangan syariah. Azwar (2014) menyebutkan bahwa kepemilikan sukuk negara domestik pada perbankan syariah berpengaruh positif dan signifikan terhadap rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP. Rasio tersebut merupakan indikator yang mengukur perkembangan perbankan syariah.

2. Meningkatkan porsi pembiayaan infrastruktur APBN

   Penerbitan seri-seri Sukuk Negara yang menggunakan *underlying asset* berupa proyek infrastruktur meningkatkan ruang fiskal APBN. Pendanaan pembangunan infrastruktur yang seharusnya berada pada pos Belanja Negara ditarik sebagian ke pos Pembiayaan. Hal ini menambah ruang di pos Belanja Negara untuk dimanfaatkan dalam pembiayaan infrastruktur lainnya. Dengan begitu, dalam satu tahun anggaran akan semakin banyak proyek Pemerintah yang dapat dibiayai baik dari pos Belanja maupun pos Pembiayaan.

3. Mendorong tertib pengelolaan BMN dan proyek infrastruktur Pemerintah

   Penyediaan *underlying asset* dalam penerbitan SBSN dalam bentuk BMN telah mendorong tertib administrasi pengelolaan BMN. *Underlying asset* berupa BMN yang akan digunakan dalam penerbitan SBSN disyaratkan dalam kondisi bersih dari sengketa kepemilikan (*clean*) dan memiliki dokumen pendukung yang lengkap (*clear*). Persyaratan ini telah mendorong Kementerian/ Lembaga untuk menyediakan kelengkapan administrasi tersebut, sehingga BMN berstatus *clean and clear*. Pengelolaan proyek infrastruktur oleh Kementerian/ Lembaga juga menjadi lebih tertib terutama dalam hal *progress* pelaksanaan proyek dan penarikan dana sesuai yang direncanakan. Penyelesaian proyek sesuai jadwal yang telah ditentukan merupakan persyaratan syariah yang diatur dalam struktur akad yang digunakan. Penyelesaian proyek yang tidak tepat waktu menimbulkan ketidaksesuaian dengan kontrak yang telah diatur, sehingga harus dicegah agar tidak menimbulkan konsekuensi hukum yang lebih kompleks.

4. Menambah alternatif instrumen investasi

   Sejalan dengan perkembangan ekonomi, industri keuangan maupun non keuangan dan individu masyarakat Indonesia memerlukan instrumen investasi untuk meningkatkan nilai aset yang dimiliki. Penerbitan SBSN akan memberikan tambahan instrumen investasi bagi pihak-pihak yang memiliki surplus dana. SBSN menjadi sangat menarik karena dijamin pembayarannya oleh Pemerintah, sehingga dapat dikatakan sebagai instrumen investasi bebas risiko (*zero risk*). Selain itu, sebagai instrumen investasi yang berdasarkan prinsip syariah, SBSN menjadi alternatif investasi bagi masyarakat Indonesia yang memiliki keinginan untuk berinvestasi sesuai dengan tuntunan agama Islam.

5. KESIMPULAN

Berdasarkan paparan di atas, beberapa kesimpulan yang dapat diambil antara lain:

1. Peran SBSN sebagai intrumen pembiayaan APBN dari waktu ke waktu menunjukkan peningkatan yang signifikan. Hal ini ditunjukkan dengan jumlah realisasi penerbitan SBSN yang meningkat. Persentase nilai SBSN terhadap instrumen pembiayaan lainnya seperti SUN dan pinjaman langsung juga meningkat.

2. SBSN yang merupakan instrumen pembiayaan APBN telah berjalan dengan efektif. Hal ini ditinjau dari tiga dimensi ketepatan, yaitu: tepat kebijakan, tepat pelaksanaan dan tepat target.

3. Berdasarkan dimensi ketepatan kebijakan, implementasi penerbitan SBSN dapat memecahkan permasalahan utama dalam memperoleh alternatif sumber pembiayaan defisit APBN. Sejak diterbitkan pertama kali pada tahun 2008, SBSN selalu digunakan Pemerintah sebagai instrumen pembiayaan

defisit APBN bersama dengan instrumen pembiayaan lainnya.

4. Berdasarkan dimensi ketepatan pelaksanaan, para pihak yang terlibat dalam implementasi kebijakan dapat menjalankan perannya masing-masing sehingga penerbitan SBSN dapat terlaksana.
5. Berdasarkan dimensi ketepatan target, penerbitan SBSN telah berfungsi sebagai instrumen yang digunakan untuk membiayai defisit umum APBN maupun pembiayaan pembangunan proyek-proyek pemerintah. Hal ini telah sesuai dengan tujuan penerbitan SBSN berdasarkan pasal 4 UU Nomor 19 Tahun 2008 tentang SBSN.
6. Implementasi penerbitan SBSN juga memberikan beberapa dampak yang bermanfaat bagi perekonomian Indonesia, antara lain: mendorong pertumbuhan industri keuangan syariah nasional, meningkatkan porsi pembiayaan infrastruktur APBN, mendorong tertib pengelolaan BMN dan proyek infrastruktur Pemerintah, dan menambah alternatif instrumen investasi.

6. IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Implementasi penerbitan SBSN dapat ditinjau dari berbagai sudut pandang teori yang ada. Penelitian ini mengkaji tentang efektivitas penerbitan SBSN dan belum mengkaji secara lebih mendalam mengenai aspek efisiensi implementasi penerbitan SBSN. Penelitian lanjutan masih diperlukan terutama mengenai sisi efisiensi penerbitan SBSN bila dibandingkan dengan instrumen pembiayaan lainnya. Hal ini dapat menjadi masukan berharga bagi pengambil kebijakan dalam menentukan komposisi sumber pembiayaan sehingga diperoleh biaya utang yang paling efisien.

DAFTAR PUSTAKA

Adam, Nathi A & Thomas, Abdulkader. (2004). *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*. Euromoney Books, London.

Anderson, James E. (2000). *Public Policy Making.* Houghton Miflin, Boston.

Anwar, Khoirul. (2014). *Analisis Dampak Defisit Anggaran Terhadap Ekonomi Makro di Indonesia*. Jurnal Jejaring Administrasi Publik Tahun VI, No. 2, Juli-Desember 2014.

Ayub, Muhammad. (2005). *Understanding Islamic Finance* . John Woley and Sons Ltd., England.

Bapepam-LK. Keputusan Kepala Bappepam-LK Nomor KEP-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah.

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko. (2016). *Buku Saku Utang*, Edisi September 2016. Jakarta.

Direktorat Pembiayaan Syariah. (2015). *Sukuk Negara: Instrumen Keuangan Negara Berbasis Syariah.* Jakarta.

Direktorat Pembiayaan Syariah. (2016). *Slides Presentasi Sosisalisasi SBSN*. Jakarta

Dewan Syariah Nasional MUI. (2012). *Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional*. Jakarta

Dunn, William N. (2003). *Analisis Kebijakan Publik* , Edisi Kedua. Gadjah Mada University Press, Yogyakarta.

Dye, Thomas R. (2011). *Understanding Public Policy*. Prentice Hall, New York.

Lester, James P. & Stewart J. (2000). *Public Policy: an Evolutionary Approach, Second Edition.* Wadsworth, Australia.

Lubis, M Solly. (2007). *Kebijakan Publik.* Penerbit Mandar Maju, Bandung.

Makmur. (2011). Efektivitas Kebijakan Lembaga Pengawasan. Refika Aditama, Bandung.

Manurung, Mandala, dan Pratama Rahardja. (2004). *Uang, Perbankan, dan Ekonomi Moneter (Kajian Kontekstual Indonesia).* Lembaga Penerbit FEUI. Jakarta.

Moleong, Lexy J. (2007). *Metode Penelitian Kualitatif.* Remaja Rosdakarya, Bandung.

Nazucha, Chaizi. (2014). *Reformasi Kebijakan Publik* . PT Gramedia Widiasarana, Jakarta.

Nugroho, Riant. (2011). *Public Policy: Dinamika Kebijakan-Analisis Kebijakan-Manajemen Kebijakan*. Elex Media Komputindo. Jakarta.

Reksohadiprodjo, S. (2001). *Ekonomika Publik.* BPFE, Yogyakarta.

Republik Indonesia, Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara.

Republik Indonesia, Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara atau Sukuk Negara.

Republik Indonesia, Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2015 tentang Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara tahun 2016.

Samuelson, P.A. & W.D. Nordhaus. (1996). *Makroekonomi,* penerjemah H. Munandar Wirasubrata dan Wydiatmoko, Edisi ke 14. Erlangga, Jakarta.

Subarsono, AG. (2010). *Analisis Kebijakan Publik, Konsep, Teori dan Aplikasi.* Pustaka Pelajar, Yogyakarta.

Suharto, Edi. (2010). *Analisis Kebijakan Publik*. Alfabeta, Bandung.

Suparmoko, M. (1997). *Keuangan Negara dalam Teori dan Praktik*. BPFE, Yogyakarta.

Wibawa, Samodra. (2011). *Politik Perumusan Kebijakan Publik.* Graha Ilmu, Yogyakarta.

Winarno, Budi. (2012). *Kebijakan Publik, Teori, Proses, dan Studi Kasus.* CAPS, Yogyakarta.